

人民币汇率分析框架及前景

证券研究报告

2022 年 04 月 23 日

● 核心结论

名义利差与实际利差哪个更关键？外资关注名义利差。欧元在美元指数中的占比高达57.6%，我们往往用欧美利差评估美元指数前景。由于实际利率可以更好地刻画资本回报率，进而美元指数与美欧实际利差的相关性更强。那么实际利差框架是否适用于人民币汇率？由于汇率制度差异，这一框架或不适用于人民币汇率。我们观察到外资对国内债券增、减持行为与名义利差高度相关，也就是说，相比实际利差，外资更看重名义利差。

人民币汇率框架：美元是 β ；出口是 α 。我们将美元指数作为 β 因素、出口份额作为 α 因素估计得到的日元汇率与实际值走势趋同。当然，非美国国家内部政策也会左右汇率走势。2016年-2020年用该框架理解人民币汇率走势也非常有效，但2021年Q2后人民币汇率实际值大幅偏离模型值，可见，2021Q3后出现了一些超出框架的因素影响了人民币汇率走势，比如海外的避险需求或者国内的逆周期调节因子等。但我们认为该模型并不会长期失效，量变终将转化为质变。

2022Q2 人民币汇率或将贬至 6.8-7.0。

1) 2022Q2 美元指数仍处高位。我们在 4 月 7 日报告《美元是否会再度破 100?》中指出，俄乌战争重创欧洲经济导致欧元贬值并反向推升美元。往后看，美联储主席鲍威尔以及多位联储官员均表态要在 5 月 FOMC 上加息 50BP 并落地缩表靴子，在美元流动性加速收紧的背景下未来 1-2 个月美元指数继续走高或为大概率。

2) 海外生产恢复、国内疫情突发，Q2 出口份额或小幅回落。疫后海外生产受阻令中国出口份额由 2019 年的 13.1%升至 2021 年的 15.2%，当下海外生产恢复、国内疫情突发，中国出口份额或将小幅回落至 15%下方。

3) Q2 人民币汇率或将小幅贬值至 6.8-7.0 区间。假定 Q2 美元指数在 100-102 区间，中国出口份额为 15%，则人民币汇率就有可能落在 6.8-7.0 区间。尽管 2021Q3 以来模型准确度下降，但本周人民币汇率突然贬值或表明该模型中美元与出口份额对汇率的影响已由量变演绎到质变，一旦形成贬值预期，人民币汇率就有可能进入自我强化阶段，阶段性贬值压力不可小觑。

4) 若确实发生阶段性汇率贬值，那么外资或仍将净流出，对人民币计价资产仍有一定的负面冲击。

风险提示：美联储货币政策超预期；国内疫情形势超预期；国内经济及政策超预期；国内货币政策超预期。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

一、名义利差与实际利差哪个更关键？外资关注名义利差	3
二、人民币汇率框架：美元是 β ；出口是 α	4
三、Q2 人民币汇率或将贬至 6.8-7.0	6
四、风险提示	6

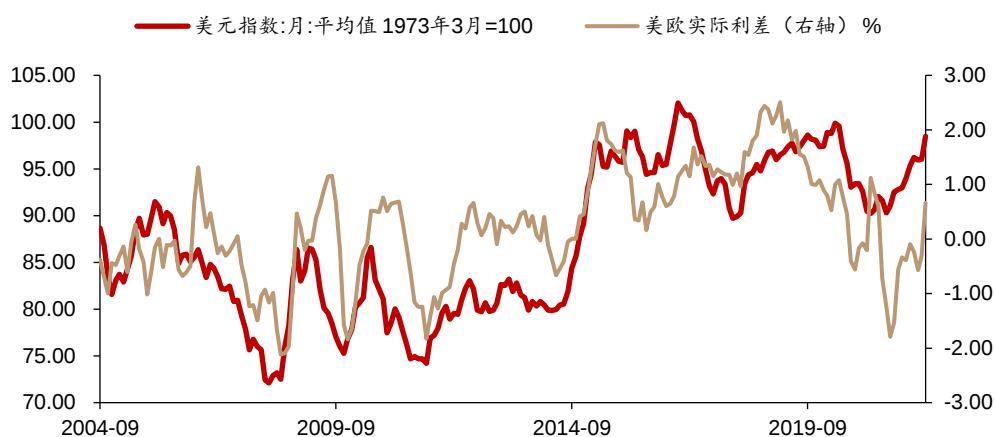
图表目录

图 1：美元指数与美欧实际利差	3
图 2：人民币中间价与中美实际利差	3
图 3：人民币中间价与中美名义利差	4
图 4：中美利差与外资持有国内债券增量	4
图 5：美元指数作为 β 因素、出口份额作为 α 因素估计的日元汇率与实际值	5
图 6：美元指数作为 β 因素、出口份额作为 α 因素估计的人民币汇率与实际值	5
图 7：2015-2021 年各月中国出口份额	6

一、名义利差与实际利差哪个更关键？外资关注名义利差

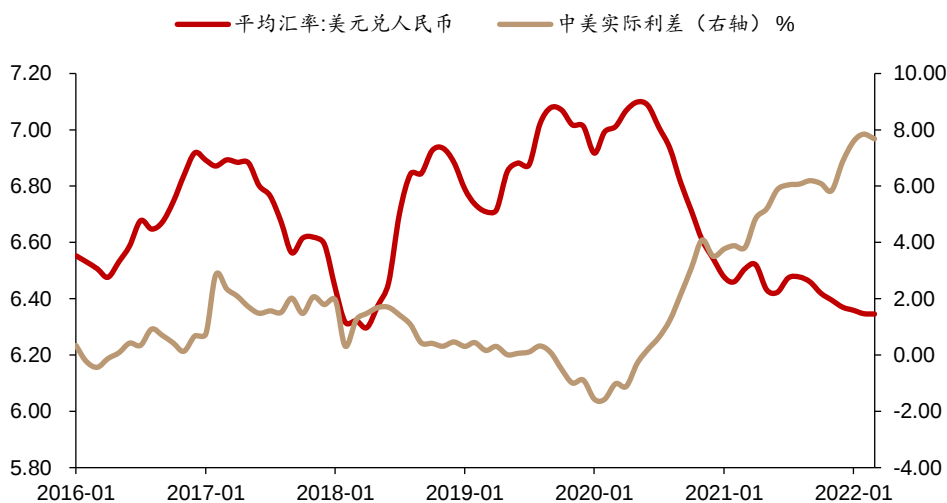
欧元在美元指数中的占比高达 57.6%，因此我们往往用欧美利差评估美元指数前景。由于实际利率才能更好地刻画资本回报率，进而美元指数与美欧实际利差的相关性更强。那么，实际利差模型是否也适用于研究人民币汇率？答案或许是否定的。人民银行目前实施的是以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，与欧美日并不相同，进而欧美之间的汇率框架并不适合套用。当然，仅从图 2-3 来看，实际利差框架确实对理解人民币汇率走势有说服力。但是，我们观察到外资对国内债券增、减持行为与名义利差高度相关，也就是说，相比实际利差，外资更看重名义利差。

图 1：美元指数与美欧实际利差



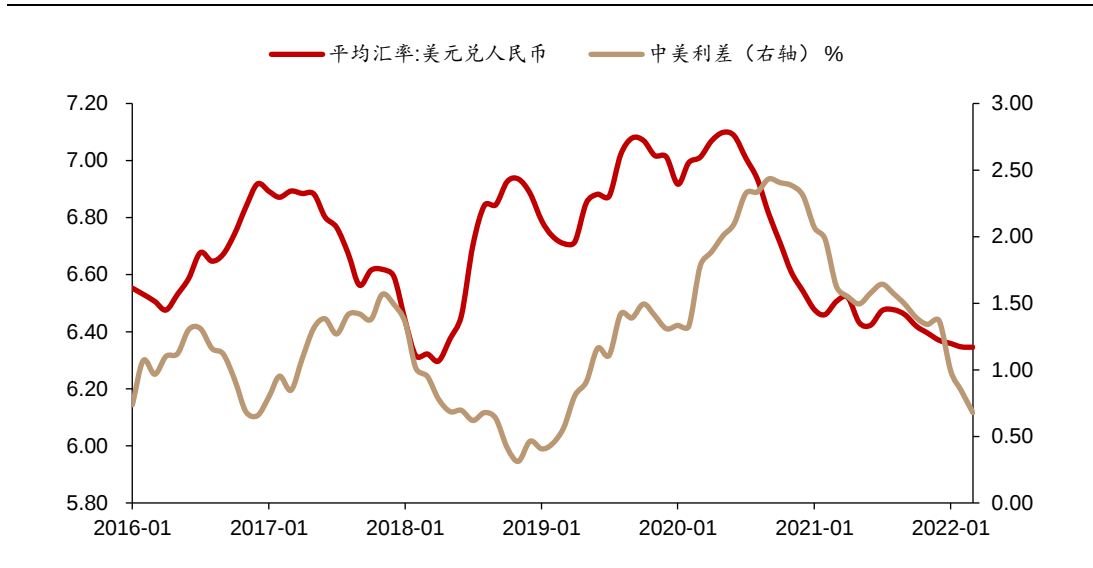
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：人民币中间价与中美实际利差



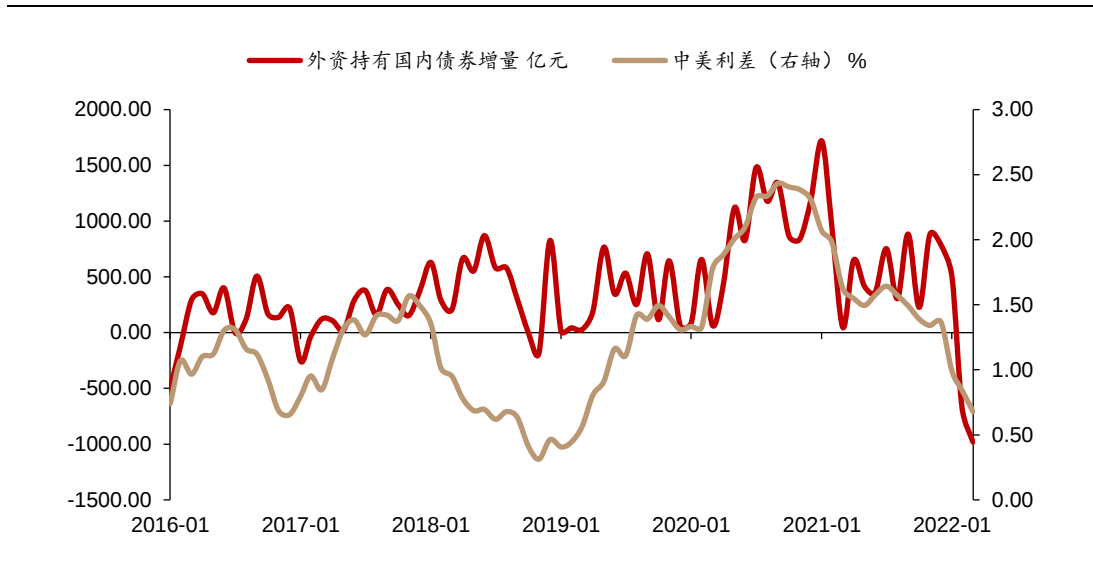
资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 3：人民币中间价与中美名义利差



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 4：中美利差与外资持有国内债券增量



资料来源：Wind，西部证券研发中心

二、人民币汇率框架：美元是 β ；出口是 α

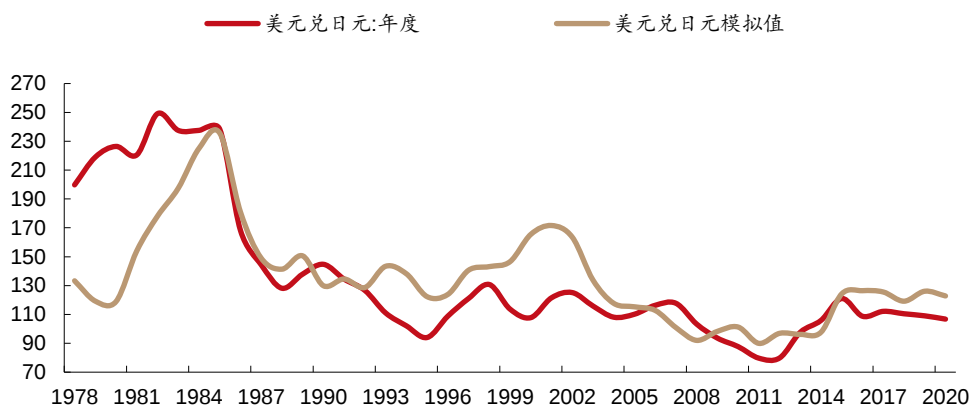
我们曾在 2021 年 8 月 13 日报告《为什么说 Q3 人民币会面临阶段性贬值压力》中提出人民币汇率的分析框架：美元指数是 β ，出口竞争力是 α 。

汇率反映的是双边或多边竞争力关系，而非简单的经济增速。美国是全球最大的消费国，我们将美国与非美分别视为全球的“消费部门”与“生产部门”，不同部门的“收入分配”就可以理解为其竞争力的映射。“生产部门”的收入相当于“消费部门”的成本，美元与非美货币的汇率变化最终体现了全球不同部门的“收入分配”映射出的国际竞争力。但正如前文，在美元指数中欧元权重极高，因此欧元对美元影响远胜于其他非美币种，一旦美元指数确立了方向又会反向作用于其他非美货币。

各国出口份额代表其出口竞争力。在其他因素稳定的前提下，出口份额增加往往对应本币升值、出口份额减少往往对应本币贬值。我们将美元指数作为 β 因素、出口份额作为 α 因素估计得到的日元汇率与实际值走势趋同。当然，非美国国家内部政策也会左右汇率走势。

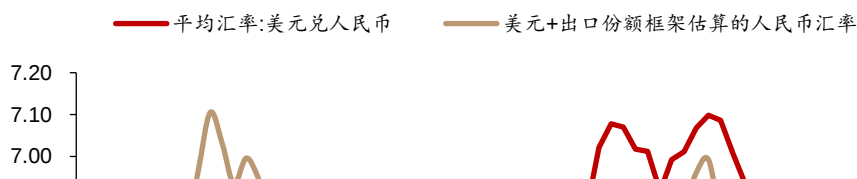
事实上，如图 6 所示，2016 年-2020 年（2015 年 8 月 11 日之后）用该框架理解人民币汇率走势也非常有效，但 2021 年 Q2 后人民币汇率实际值大幅偏离模型值。这一方面说明我们 2021 年 8 月 13 日报告《为什么说 Q3 人民币会面临阶段性贬值压力》观点存在客观的框架依据并且据此可以得到贬值结论，另一方面也说明 2021Q3 后出现了一些超出框架的因素影响了人民币汇率走势，比如海外的避险需求或者国内的逆周期调节因子等。但我们认为该模型并不会长期失效，量变终将转化为质变。

图 5：美元指数作为 β 因素、出口份额作为 α 因素估计的日元汇率与实际值



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：美元指数作为 β 因素、出口份额作为 α 因素估计的人民币汇率与实际值



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40735

